

Ўзбекистон Республикаси
Марказий банки

Пул бозори ва ликвидлик шарҳи

2024 йил II чорак



Кириш

2024 йилнинг II чорагида банк тизимида таркибий ликвидлик профитининг сақланиб қолиши таъсирида пул ва РЕПО бозорларида амалиётлар ҳажмининг сезиларли ортиши, фоиз ставкаларининг асосий ставка атрофида мувозанатлашиши ва ликвидликни тақдим этиш инструментларининг фаол қўлланилиши кузатилди.

Банк тизими ликвидлигининг нейтрал даражадан ижобий тафовути апрель-май ойларида **2,0 трлн.** сўмни ташкил этди. Июнь ойида бюджет амалиётлари таъсирида қўшимча ликвидлик ҳажми ортиб, пул-кредит операциялари таркибида маълум ўзгаришларга олиб келди.

Хусусан, июнь ойида қўшимча ликвидлик ҳажмининг ортиши шароитида **2,0 трлн. сўмлик Марказий банк облигациялари** муомалага чиқарилди. Бу эса қўшимча ликвидликнинг пул бозоридаги фоиз ставкаларига ва инфляция даражасига бўлган эҳтимолий босимини юмшатиш имконини берди.

Банклараро РЕПО бозорида фаоллик сезиларли ошиб, амалиётлар ҳажми I чоракка нисбатан **1,6 баробарга** кўпайди ва пул бозоридаги улуши **50 фоизни** ташкил этди. Пул бозоридаги депозит операцияларида ҳам юқори фаоллик кузатилиб, банklar ўртасида ликвидлик қайта тақсимотида ижобий силжишлар кузатилди.

Пул бозоридаги амалиётлар бўйича **UZONIA бенчмарк фоиз ставкаси** кичик тебранишлар билан асосий ставка даражасида шаклланди. Бунда, РЕПО амалиётлари бўйича ўртача тортилган фоиз ставкалари депозитларга нисбатан **0,5-0,6 фоиз бандга паст** бўлиб, гаров мулки ҳисобига кредит хатарининг пастлиги билан изоҳланади.

Умумий ликвидликнинг нейтрал даража атрофида тебраниши шароитида Марказий банк томонидан ликвидликни тақдим этиш операцияларидан, хусусан, **РЕПО аукционларидан** ва тўловлар узлуксизлигини таъминлашда **кун давомидаги фоизсиз кредит инструментларидан** фаол фойдаланилди.

Келгуси чорақда ликвидлик ҳажмида **қўшимча ликвидликнинг сақланиб қолиши** кутилаётган бўлиб, **мажбурий захиралаш** меъёрининг ўзгартирилиши ҳисобига чорак бошида банklarга қайтарилган ликвидлик муҳим омиллардан бўлади. Шунингдек, ҳукумат амалиётларида жорий динамиканинг давом этиши, нақд пулларга бўлган талабнинг мавсумий ошиши ҳамда банklarаро пул ва РЕПО бозорларида юқори фаолликнинг сақланиб қолиши кутилмоқда.

1. Банклараро пул ва РЕПО бозори таҳлили

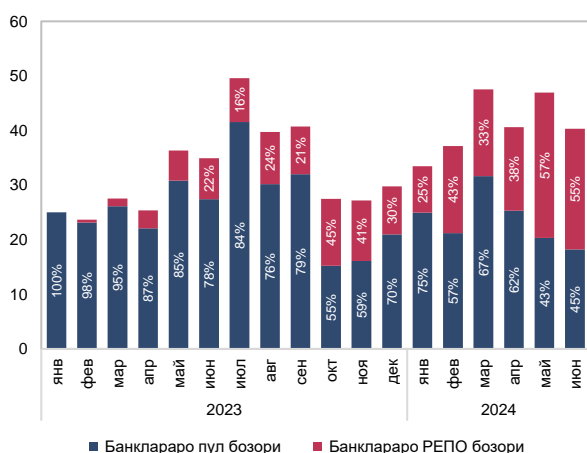
1.1. Пул бозорлари динамикаси ва фоиз ставкалари

2024 йилнинг II чорагида пул бозорларида жами **128 трлн.** сўмлик операциялар амалга оширилиб, ўтган чоракка нисбатан **8,2 фоизга** кўп бўлди. Банклар ўртасида РЕПО амалиётларининг аҳамияти ортиб, жами пул бозоридаги улуши апрель ойидаги **38 фоиздан** июнь ойида **55 фоизгача** етди (1-расм).

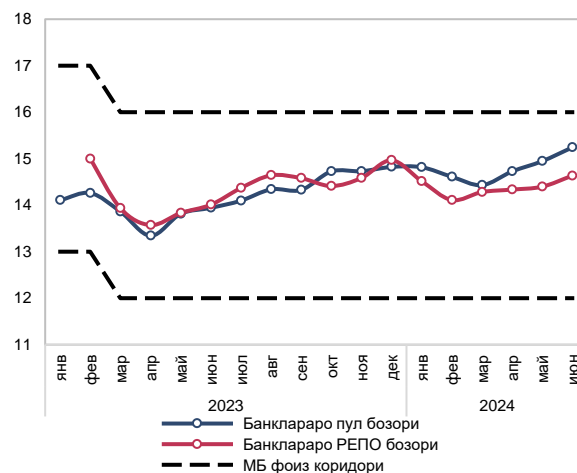
Мазкур ҳолат ликвидликни ўзаро қайта тақсимлашда **гаров мулкига** бўлган талабнинг ортиб бораётганлигини ифодалайди. Муомаладаги **давлат қимматли қоғозлари** ҳажмининг чорак якунида **30 трлн.** сўмга етиши ҳам банклар ўртасида РЕПО амалиётлари ҳажмининг ортишига хизмат қилмоқда.

РЕПО операцияларининг кескин ортиши билан бирга депозит бозорида ҳам фаолликнинг сақланиб қолаётганлиги ушбу бозорларнинг ликвидликни банклар ўртасида самарали қайта тақсимлашда **бир-бирини тўлдирувчи** аҳамият касб этаётганлиги билан изоҳланади.

1-расм. Банклараро пул ва РЕПО амалиётлари, трлн. сўм



2-расм. Банклараро пул ва РЕПО бозорлари фоиз ставкаси, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

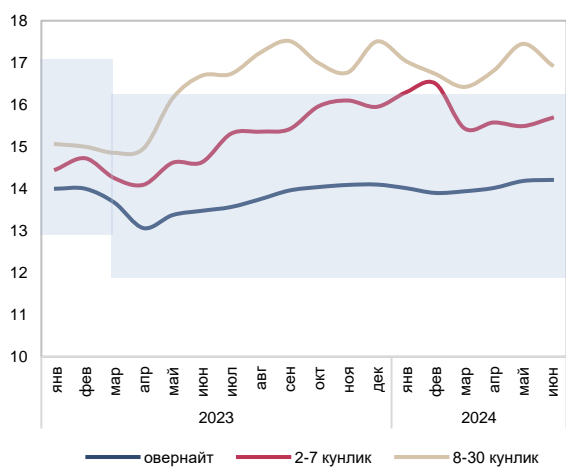
Банклараро пул ва РЕПО бозорларидаги операциялар бўйича ўртача тортилган фоиз ставкалари мос равишда **14,9** ва **14,5 фоизга** (I чоракда **14,6** ва **14,3** фоиз) тенг бўлди (2-расм). РЕПО бозорида қисқа муддатли ликвидликнинг **нисбатан арзонлиги** гаров мулки сифатида давлат қимматли қоғозларининг қўлланилиши ҳисобига **кредит хатарининг пастлиги** ва ушбу бозор амалиётларининг банк ликвидлик кўрсаткичларига таъсири нейтрал эканлиги билан боғлиқ.

Ҳисобот даврида фоиз ставкаларида кичик ўсувчи динамика кузатилиб, бу асосан пул ва РЕПО бозорларидаги амалиётларда **2 кундан 30 кунгача** бўлган операциялар улушининг ортиши билан ифодаланади. Хусусан, банклар ўртасида овернайт операциялар бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси **14,1 фоизни** ташкил этди (3-расм).

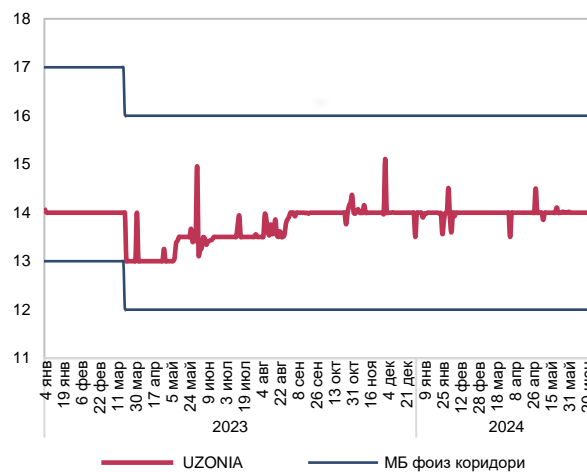
Муддати **2-7 кунлик** операциялар бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси **15,6 фоизни** ташкил этгани ҳолда асосий ставка фоиз коридори доирасида шаклланди. Узоқ муддатли операциялар нисбатан юқори фоиз ставкасида амалга оширилган бўлсада, улар сони ва улушининг камлиги сабабли репрезентатив ҳисобланмайди.

Узоқроқ муддатли ликвидлик нархининг нисбатан қимматлиги банклар томонидан **ликвидлик хатари ва муддат бўйича мукофотнинг** (*liquidity and term premium*) юқори белгиланиши билан боғлиқ. Пул бозорида юқори ўсиш динамикасининг давом этиши ликвидлик хатарини ва мос равишда фоиз ставкаларини пасайтиришга хизмат қилади.

3-расм. Пул ва РЕПО бозорларидаги муддатлар бўйича фоиз ставкалари



4-расм. UZONIA бенчмарк фоиз ставкаси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Ликвидлик ва муддат хатари минимал бўлган овернайт депозит операциялари бўйича ҳисобланадиган **UZONIA бенчмарк фоиз ставкаси** чорак давомида кичик тебранишлар билан тўлиқ асосий ставка даражасида шаклланди ва ўртача **14,0 фоизга** тенг бўлди (4-расм).

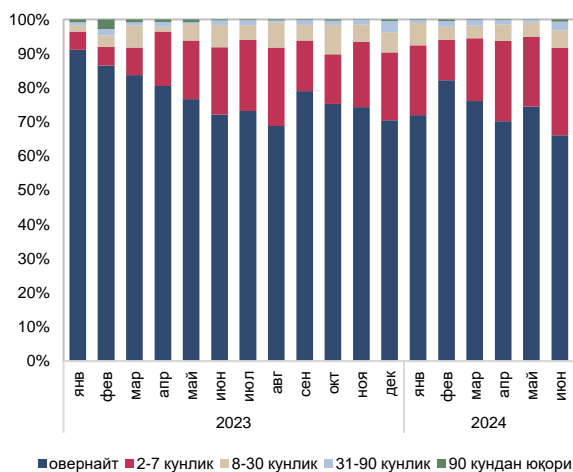
Банкларо овернайт РЕПО операциялари бўйича фоиз ставкаси ҳам асосий ставка атрофида тебраниб, ўртача **14,3 фоизни** ташкил этди ва депозит бозорига нисбатан биров юқорилиги хатарлар минимал бўлган шароитда қулайликка устувор аҳамият берилиши билан боғлиқ.

1.2. Банклараро пул ва РЕПО бозорлари сегментацияси

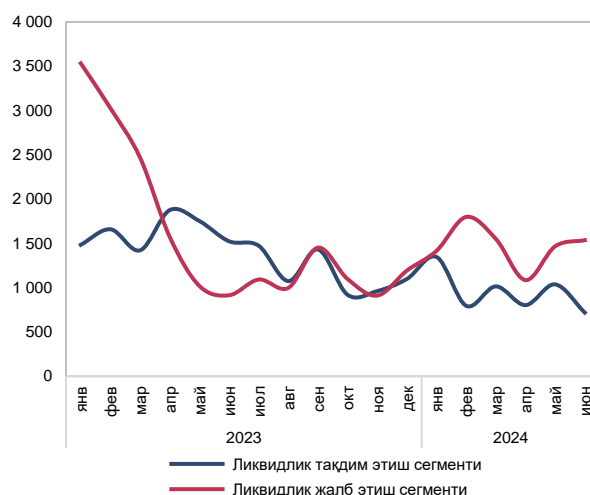
Жорий йилнинг II чорагида пул бозорларида қарийб **1,5 мингта** операциялар амалга оширилиб, кунлик ўртача амалиётлар сони **24 тани** ташкил этди. Ҳажм жиҳатидан пул бозори амалиётларининг **71 фоизи овернайт** операцияларга тўғри келади (*1 чорақда – 77 фоиз*).

Муддати **2-7 кунлик** операциялар улуши **16,9 фоиздан 23,1 фоизгача** кўпайган бўлса, **8-30 кунлик** амалиётлар улуши ўтган чорақдаги кўрсаткич доирасида (*4,6 фоиз*) шаклланди. Муддати **30 кундан юқори** бўлган депозит ва РЕПО операцияларининг улуши **1,8 фоизни** ташкил этди (*5-расм*).

5-расм. Пул ва РЕПО бозорларидаги операцияларининг муддатлар кесимида улуши



6-расм. Пул ва РЕПО бозорлари бўйича “Herfindahl-Hirshman” индекси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Банклараро пул бозори самарадорлигини баҳолашда иштирокчиларнинг фаоллиги муҳим аҳамият касб этади. Жорий йилнинг II чорагида пул ва РЕПО бозорларида ликвидлик тақдим этувчи банклар сони **24-27 тани** ташкил этган бўлса, ликвидлик жалб этувчи банклар сони **19-20 тага** тенг бўлди.

Бозорнинг ликвидлик жойлаштириш томонида банклар сонининг ортиши асосан **хусусий банкларнинг** РЕПО бозорига фаол кириб келиши билан боғлиқ. Кузатувлар депозит бозорида асосан узоқ йиллардан буён **фаол банкларнинг** иштироки юқорилигини кўрсатмоқда. РЕПО бозори эса, **гаров мулки мавжудлиги** ҳисобига илгари қатнашмаган банкларнинг бошқа банклар билан **муносабат ўрнатиши учун ишончли платформага** айланиб бормоқда.

Пул бозорининг ликвидликни жалб этиш сегментида энг фаол 3 та банкнинг улуши ўртача **52 фоизга** тенг бўлиб, ликвидликни тақдим этиш сегментида ушбу кўрсаткич пастроқ (*38 фоизга*) шаклланмоқда. Ҳар иккала сегментда фаол банклар улуши олдинги чоракка нисбатан пасайган (*1 чоракда мос равишда 58 ва 43 фоизга тенг бўлган*).

Натижада, бозорнинг **концентрациялашув даражасини** ифода этувчи “**Herfindahl-Hirshman**” **индекси**¹ асосидаги ҳисоб-китобларга кўра (*6-расм*), июнь ойида пул ва РЕПО бозорларининг ликвидликни жалб этиш сегментида концентрациялашув даражаси **1 536 га** тенг бўлди ва бозорнинг “**нисбатан концентрациялашганлиги**”ни ифода этади. Ликвидликни тақдим этиш сегментида эса рақобат даражаси ва бозор иштирокчиларининг сони юқори бўлиб, НН индекси **718 га** тенг бўлган.

Концентрация даражаси ликвидликнинг жалб этиш сегментида ўтган чоракка нисбатан сезиларли ўзгармаган бўлса, ликвидликни жойлаштириш сегментида маълум даражада яхшиланган. Мазкур ҳолат ликвидликнинг банклар кесимида нотекис тақсимланганлиги билан ифодаланди.

¹ “**Herfindahl-Hirshman**” **индекси** – бозорда (*тармоқда*) концентрация даражасини ифодаловчи кўрсаткич бўлиб, бозор иштирокчилари улушининг квадратлари йиғиндида кўринишида ҳисобланади. Кўрсаткич 0 дан 10 000 оралиғида бўлиб, 10 000 бир ташкилотнинг мутлақ бозорга эгаллигини (*монополия*) ифодаласа, қиймат 0 га яқинлашгани сари рақобатнинг кучайиб бориши кузатилади. Таҳлилчилар томонидан индекснинг 1 500-2 500 оралиқда бўлиши тизимнинг “нисбатан концентрациялашганлиги” ва 2 500 дан юқори бўлиши “юқори даражада концентрациялашганлиги” билдирилади.

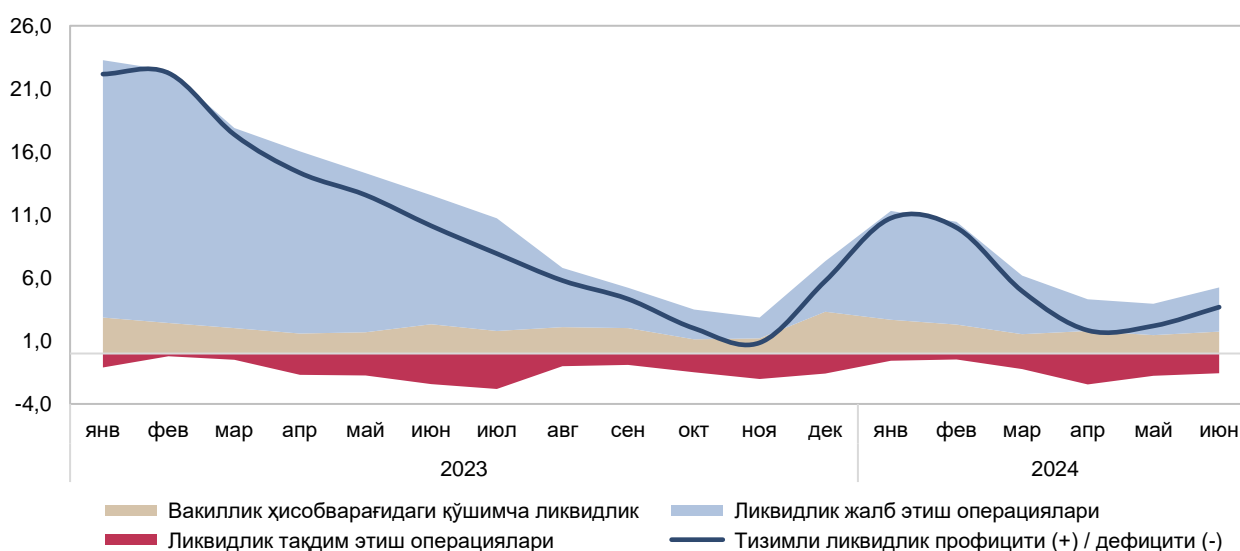
2. Банк тизими ликвидлиги таҳлили

2.1. Умумий ликвидлик динамикаси ва омиллари

Жорий йилнинг II чорагида банк тизими ликвидлиги ҳолати² турлича динамика касб этди. Апрель ойида кунлик ўртача қўшимча ликвидлик ҳажми мартга нисбатан **3,1 трлн. сўмга (1,8 трлн. сўмгача)** пасайган бўлса, май ойида кичик ўсиш билан **2,2 трлн. сўмга** тенг бўлди (7-расм).

Июнь ойида бюджет амалиётларининг умумий ликвидликка таъсирининг ортиши ҳисобига кунлик ўртача қўшимча ликвидлик **3,7 трлн. сўмни** ташкил этди.

7-расм. Банк тизимидаги умумий ликвидлик ҳолати, трлн.сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Умумий ликвидлик ортишининг пул бозоридаги фоиз ставкаларига, инфляция даражасига ва ички валюта бозорига эҳтимолий босимларини юмшатиш мақсадида июнь ойида **2 трлн. сўмлик Марказий банк облигациялари** муомалага чиқарилди.

Мажбурий захиралашнинг ўртачалаш талаби чорак давомида ўртача кунлик **11,7 трлн. сўмни** ташкил этиб, банкларнинг вакиллик ҳисобварағи кунлик ўртача қолдиғи **13,4 трлн. сўм** доирасида шаклланиб, тўловлар узлуксизлигини таъминлашга хизмат қилди.

² Банк тизими умумий ликвидлиги ҳолати – тижорат банкларининг Марказий банкдаги миллий валютадаги вакиллик ҳисобварағи қолдиғи ва ўртачалаш ҳажми тафовутига банкларнинг пул-кредит операциялари бўйича соф позицияси (ликвидликни жалб этиш операциялари ва ликвидликни тақдим этиш операциялари соф қолдиғи) қўшилиши орқали ҳисобланади. Ушбу кўрсаткич Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати операциялари мавжуд бўлмаган вазиятда банк тизими умумий ликвидлик ҳажмининг эҳтимолий миқдорини кўрсатади.

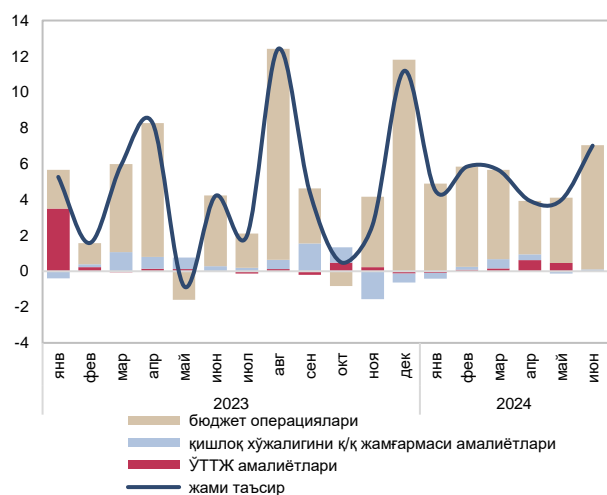
Мажбурий захиралаш меъёрларининг ўзгартирилиши, шу жумладан, ўртачалаш коэффициентининг **100 фоизга** етказилиши ҳисобига июль ойи бошида мажбурий захира ҳисобварағидаги **3 трлн.** сўмлик маблағлар банкларга қайтарилди ва ўртачалаш ҳажми қарийб **13 трлн.** сўмга етди.

Нақд пуллар билан боғлиқ операцияларнинг банк тизими ликвидлигига таъсири чорак давомида мавсумий характерга эга бўлиб, муомаладаги нақд пуллар ҳажмининг кўпайиши банк тизими ликвидлигининг **4,5 трлн.** сўмга қисқаришига олиб келди.

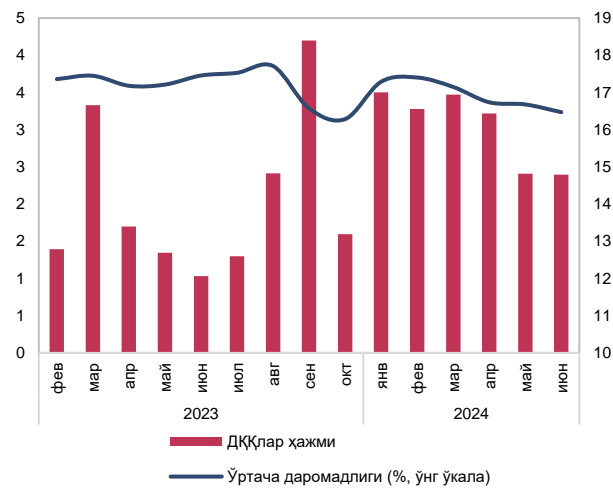
2.2. Ҳукумат операцияларининг банк тизими ликвидлигига таъсири

Жорий йилнинг II чорагида ҳукумат операцияларининг банк тизими умумий ликвидлигига оширувчи таъсири I чоракка нисбатан **6,6 фоизга** қисқарди ва **14,9 трлн.** сўмга тенг бўлди (8-расм).

8-расм. Ҳукумат операцияларининг ликвидликка таъсири, трлн. сўм



9-расм Иқтисодий ва молия вазирлиги облигациялари, трлн. сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Ҳукумат операцияларининг ушбу таъсири мавсумийлик характерига эга бўлиб, унинг таркибида:

Ўзбекистон Тикланиш ва Тараққиёт жамғармасининг (ЎТТЖ) банк тизими ликвидлигига таъсири 1,1 трлн. сўмга;

қишлоқ хўжалигини қўллаб-қувватлаш жамғармаси операцияларининг ликвидликка таъсири чорак давомида сезиларсиз бўлиб, ликвидликни **0,3 трлн.** сўмга;

бюджет ҳисобварақлари орқали амалга оширилган операциялар эса, II чоракда **13,6 трлн.** сўмлик **оширувчи** аҳамият касб этди. Бунда,

бюджет ташкилотларининг иш ҳақи, нафақа ва пенсия харажатлари билан бир қаторда, бюджет ташкилотларининг вақтинча бўш пул маблағлари тижорат банкларига аукцион асосида депозитларга жойлаштириб борилди.

Иқтисодиёт ва молия вазирлиги томонидан II чорақда жами **8,7 трлн.** сўмлик давлат қимматли қоғозлари муомалага чиқарилди ва уларнинг қолдиғи 2024 йил 1 июль ҳолатига **28 трлн.** сўмни ташкил этди.

Давлат қимматли қоғозларининг муомалага чиқарилиши бюджетнинг **ликвид маблағлари** динамикасига боғлиқ бўлиб, апрель ойида **фаол эмиссия** қилинган бўлса, май-июнь ойларида маълум секинлашиш кузатилди. Мазкур ҳолат май ойи якунида **суверен еврооблигациялар** жойлаштирилиши ҳисобига ташқи ресурслар жалб этилиши билан изоҳланади.

Кейинги чорақда, сўнгги йиллардаги **мавсумий тенденциядан** келиб чиқиб, бюджет амалиётларининг умумий ликвидликка оширувчи таъсири сақланиб қолиши прогноз қилинмоқда. Бунда, давлат қимматли қоғозлари эмиссиясининг **фаол давом этиши** кутилаётган бўлиб, бу ўз навбатида, бирламчи ва иккиламчи давлат қимматли қоғозлари бозори ҳамда банклараро РЕПО бозорининг **фаоллашуви**, хусусан, амалиётлар ҳажмида **юқори ўсиш суръатларининг** сақланиб қолиши учун муҳим ҳисобланади.

2.3. Марказий банкнинг қимматбаҳо металл хариди ва валюта интервенциялари

2024 йилнинг II чорағида ташқи иқтисодий шароитлар ва геосиёсий зиддиятлар таъсирида олтинга бўлган **юқори талаб** шаклланди. Ушбу шароитда олтин нархида сезиларли тебранишлар кузатилиб, 1 трой унция учун ўртача **2 250-2 350** АҚШ доллари атропофида шаклланди.

Ушбу даврда Марказий банкнинг маҳаллий ишлаб чиқарувчилардан қимматбаҳо металл хариди **26,4 трлн.** сўмни (*2,1 млрд. долл. экв.*) ташкил этиб, I чорақдаги кўрсаткичдан (*22,3 трлн. сўм*) **18,7 фоизга** юқори бўлди.

Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги соф интервенциялари ҳажми (*Иқтисодиёт ва Молия вазирлиги ҳамда Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси билан валюта амалиётларини ҳисобга олганда*) II чорақда **20,3 трлн.** сўмга (*1,6 млрд. долл.*) тенг бўлиб, “олтин-валюта захиралари нейтраллиги тамойили” доирасида бўлди. Қимматбаҳо металл хариди натижасида юзга келган қўшимча ликвидликнинг қолган қисми бошқа

омиллар, шу жумладан, пул-кредит операциялари ва нақд пул билан боғлиқ амалиётлар орқали жалб этилган.

3. Ликвидликни тартибга солиш операциялари таҳлили

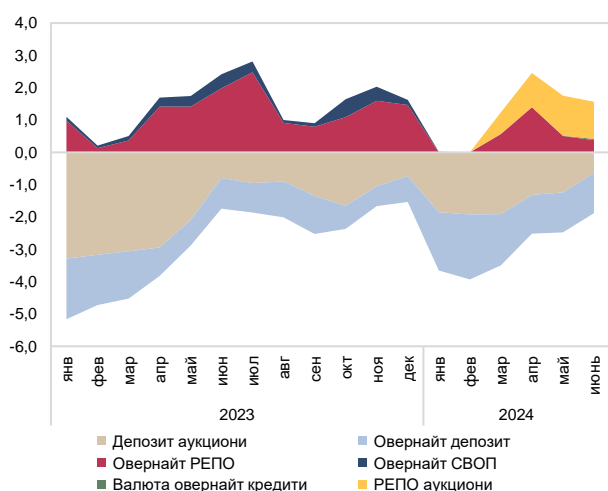
Жорий йилнинг II чорагида умумий ликвидлик ҳажмининг ортиб бориши натижасида Марказий банкнинг тижорат банклари билан пул-кредит операциялари бўйича ўртача соф позицияси **0,9 трлн.** сўмни ташкил этди ва Марказий банк соф жалб этувчи бўлди.

Хусусан, Марказий банкнинг ликвидликни жалб этиш ва тақдим этиш операциялари ўртасидаги кунлик ўртача ижобий тафовут апрель ойидаги **0,1 трлн.** сўмдан июнь ойида **1,9 трлн.** сўмгача кўпайди.

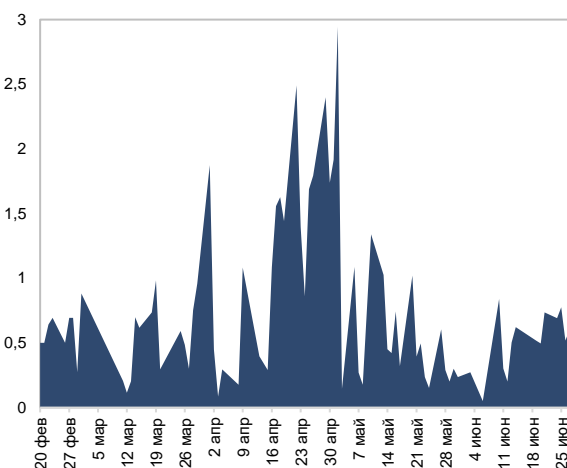
Банк тизимида мавжуд қўшимча ликвидлик асосан депозит операциялари орқали тартибга солинди. Хусусан, депозит аукционларининг кунлик ўртача қолдиғи **1,1 трлн.** сўмни ташкил этиб, ликвидликни жалб этиш операцияларидаги улуши **37,6 фоизга** тенг бўлди. Овернайт депозит операцияларига кунлик ўртача **1,2 трлн.** сўмлик (улуши – **43,3%**) талаб сақланиб қолди (10-расм).

Ликвидликнинг нотекис тақсимланиши Марказий банкнинг ликвидликни тақдим этиш операцияларига бўлган талабнинг кўпайишига имкон яратди. Бунда, ликвидлик тақдим этиш операцияларининг асосий қисмини РЕПО аукционлари ташкил этиб, улар бўйича ўртача кунлик қолдиқ июнь ойида **1,1 трлн.** сўмга тенг бўлди.

10-расм. Пул-кредит операциялари, трлн.сўм



11-расм. Кун давомидаги кредит инструменти



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Овернайт РЕПО операцияларининг кунлик ўртача қолдиғи март ойидаги **568 млрд.** сўмдан июнь ойида **373 млрд.** сўмгача қисқарди ва бу банклар ликвидлик ҳолатининг яхшиланиб бориши билан изоҳланади.

Ўз навбатида, банклар февраль ойида жорий этилган **кун давомидаги фоизсиз кредит инструменти**дан ҳам фаол фойдаланаётган бўлиб, чорак давомида ушбу операцияларнинг кунлик ўртача ҳажми **755 млрд.** сўми ташкил этди. Мазкур инструмент тижорат банклари учун қутилмаган ликвидлик шокларини бошқаришда **қўшимча қулайликлар** ва **ҳаражатларини қисқартириш** имкониятини бермоқда.

Келгуси чоракда умумий ликвидлик ҳажмининг **жорий динамикада** давом этиши кутилаётган бўлиб, маълум миқдорда **қўшимча ликвидлик** шаклланади. Натижада, Марказий банкнинг ликвидликни жалб этиш операциялари бўлган талаб сақланиб қолади ва **депозит аукционлари** ликвидликни жалб этувчи асосий инструментлардан бўлади.

Бунда, ликвидликнинг банклар ўртасида нотекис тақсимланишини бартараф этиш ва ликвидликка бўлган эҳтимолий талабларни қондириш мақсадида **РЕПО операцияларидан** фаол фойдаланилади. Икки томонлама ликвидлик операциялари қўлланилишидан асосий мақсад барча бозор иштирокчилари учун етарли ликвидликни таъминлаш орқали **пул бозори фоиз ставкаларининг кескин тебранишларини** олдини олиш ҳисобланади.

Шу ўринда, Марказий банк томонидан банк тизими умумий ликвидлиги ҳамда банклараро пул ва РЕПО бозорларидаги амалиётлар бўйича **кунлик маълумотларни** эълон қилиш йўлга қўйилган бўлиб, банклар учун тизимдаги ликвидлик ҳолатидан хабардор бўлган ҳолда **қисқа муддатли прогнозларни** амалга ошириш ва **ликвидликни самарали бошқариш** учун қўшимча қулайлик яратади.

© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2024 йил

Пул-кредит сиёсати департаменти томонидан тайёрланди.

Ўз таклиф ва эътирозларингизни қуйидаги манзилга жўнатишингиз мумкин:

E-mail: zakirov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22